

# 国际货币体系多元化与人民币汇率动态: 文献综述\*

林楠

**[摘要]**此次国际金融危机凸显当前国际货币体系弊端,如何摆脱美元的束缚,构建债权国和债务国有效、对称责任框架之下的稳定国际货币体系,需要全球经济思维方式的根本转变。尽管美元本位因全球金融危机受到质疑,但是美元主导的世界货币格局在未来可能不会出现根本性变革。中国的国际货币战略核心不在于谋求彻底改变国际货币体系,而是如何基于自身需要提出利益诉求,有效推进人民币国际化进程,与此同时,保证国内金融体系和资产定价体系在长期内免受重大冲击。后危机时代,应为中国经济寻找新的国际增长引擎创造更为有效的汇率体制,进而使中国更积极有效地参与当前国际货币体系的治理结构改革。

**关键词:**国际货币体系 人民币国际化 汇率动态

**JEL 分类号:**F31 F32 F33

当前国际货币体系并不稳定,在黄金非货币化、储备货币多元化、汇率制度多样化条件下,各国在追求内部稳定的同时,全球失衡下外部不稳定加剧,美元本位具有“嚣张的特权”(exorbitant privilege),发达国家与发展中国家之间国际收支调节不对称,危机管理可信度低,国际流动性供求的“特里芬两难”仍待破解,国际货币体系改革成为国内外关注的焦点。在此背景下,如何为中国经济寻找新的国际增长引擎创造更为有效的货币汇率机制,进而使中国更积极有效参与当前国际货币体系的治理结构改革,具有重要战略意义。

## 一、外在表现:汇率动态的国际货币体系大背景

在国际货币金融领域,随着狭义的“通货膨胀目标制(inflation target)”逐步被货币政策的“信贷周期观点”(the credit cycle view of monetary policy)所替代,尽管国际合作在不断推进(如 G7 和 G20 等平台),但货币政策摩擦也不时发生,“汇率操纵”仍然是全球博弈的内容之一(Frankel, 2010)。在此情况下,国际经济也由“不可能三角”下“三元悖论”逐渐向货币政策独立与资本自由流动的“两难选择”转换(Farhi and Werning, 2013),单一美元本位国际货币体系逐渐向“一主多元”的多元化储备货币体系迈进。当前国际货币体系远没有达到汇率浮动和资本自由流动在通货膨胀目标制下无需严格货币政策协调,而能够抵御外部冲击和维护金融稳定的理想状态。对于发展中国家,资本项目管制和宏观审慎政策成为应对冲击的重要工具,有管理浮动汇率制成为很多国家的选择

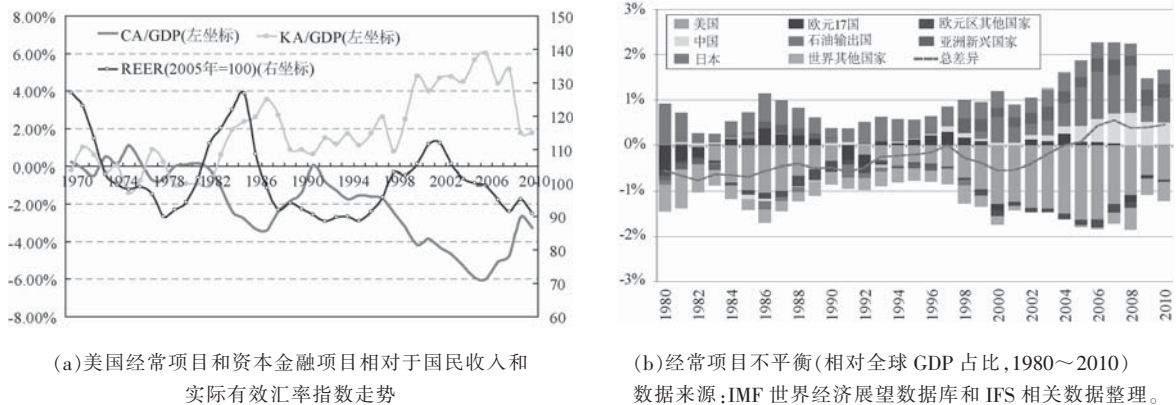
---

\* 林楠,中国社会科学院金融研究所,副研究员,经济学博士。本文是国家自然科学基金青年项目“人民币国际化‘三元相平衡’下汇率动态与货币能值测控研究”(编号:71203152)与中国社会科学院金融研究所重点研究课题“人民币资本项目可兑换研究”的阶段性研究成果。

(Qureshi et al., 2011; Rose, 2007; Ball and Sheridan, 2005)。对于新兴市场经济体的汇率管理而言, 贸易竞争发挥重要作用 (Pontines and Siregar, 2012), 无论是金融还是宏观经济全局考虑, 全球失衡仍然是政策关注的必要目标 (Obstfeld, 2012)。

### (一) 全球失衡与国际货币体系

本次全球金融危机凸显当前国际货币体系弊端, 是 1971 年美元和黄金脱钩后, 全球进入信用货币时代所积累矛盾的大爆发。伴随 1969 年以后美国经常项目出现逆差, 全球贸易失衡逐渐恶化 (参见图 1), 进而在世界经济结构失衡条件下各国经济结构也是失衡的。与 1977 年相比, 目前全球不平衡快速发展: 全球跨国公司实行了扁平化战略, 使得国际贸易分工更加垂直化, 以美国为代表的发达国家贸易逆差增加, 而新兴经济体贸易顺差增加; 发达国家的低储蓄与新兴经济体的高储蓄互为对偶, 也加剧了全球失衡; 而近年来美国低利率政策又过度刺激了美国的房贷和消费 (李波等, 2012)。



资料来源: 美国国家经济分析局 (<http://www.bea.gov>)

图 1 美国国际收支失衡与全球经济不平衡

在全球经济失衡格局尚未发生根本性变化的形势下, 学者试图从新的角度找到失衡根源, 如全球缺乏安全资产 (Caballero and Farhi, 2013), 从而为找到治理方法提供有益线索。对此, 国际货币体系走向多元化储备货币体系是由于当前美元本位下特里芬难题中安全资产的短缺, 还是有其他原因, 如储备货币持有者希望分散化其投资组合? 实践中, 货币当局可能更倾向持有主要贸易伙伴国的货币作为其储备货币, 而外债的货币构成是中央银行持有的储备资产的重要决定因素。从 1999 年欧元发行以来, 官方和私人发行的以欧元计值的债券不断增加, 表明中央银行倾向于提升其欧元储备比重, 从而实现国家资产与负债的匹配 (Papaioannou et al., 2006)。

此外, 通过增加不同储备资产之间的替代程度, 多元储备货币体系可以限制汇率波动以及储备资产价格(利率)波动。从这一角度而言, 加快多元储备货币体系的转轨是值得期待的。另一方面, 多元储备货币机制也会产生由于一种货币突然失去其储备货币地位而伴随其价值的信心缺失所导致的货币选择转换过程, 而这又将可能会导致资本流动以及较大幅度的汇率和利率波动。尽管金融全球化进程中美元仍主导国际货币格局, 在缺少共同政策协调机构的假设下, 纳入人民币的多元货币合作机制也有待完善 (Yeh, 2011), 但在方向上毋庸置疑 (Eichengreen, 2011a): 国际货币体系将进入美元、欧元和人民币的多元货币时代 (Fratzcher and Mehl, 2011)。

### (二) 国际资本流动与资本流动管理

在国际货币金融交往过程中, 外国居民对国内资产的净购买即为国际资本流入, 而国内居民

对国外资产的净购买即为国际资本流出。一方面,国际资本流动会对经济增长产生一定的正向影响。另一方面,国际资本流动(特别是其结构)又与一个国家发生货币危机的可能性密切相关。Frankel and Rose(1996)对新兴市场 1971~1992 年发生的所有货币危机进行研究,发现很少有变量对随后的货币危机有很强的解释作用,但是资本流动的结构是和货币危机发生概率稳健相关的少数几个变量之一。

具体而言,一国总资本流入中 FDI 所占比例和金融危机的概率负相关。而有关结构的其它方面还包括外债期限结构(短期外债比例越高,金融危机可能性越大),和外债的货币种类(外币债务比例越高,危机可能性越大)(Radelet and Sachs, 1998;Rodrik and Velasco, 1999)。此外,国际资本流入的“激增”显著增加了随后发生“突然中断”的概率。由于新兴市场国家金融体系的发展水平恰好处于最易发生资本流动突然中断的位置,因此资本流动突然中断在新兴市场国家扎堆发生。

全球金融危机的教训使支持资本项目自由化的主流观点受到冲击,包括 IMF 在内的国际社会与国际经济学界关于资本管制的观点开始发生转变。资本管制措施及其有效性成为各国政府和经济学界需要重新思考的问题。从国际资本流动的管理来看,Ostry et al.(2010)提出了管理资本流动的政策框架(Capital Flow Management Measures, CFMs),对各国当局应对资本流动的政策工具进行了排序,其中资本管制是“最后防线”,认为各国当局首先应实施结构改革和审慎政策管理政策,以增强国内资本市场深度和流动性,提高金融体系抗冲击能力,其次考虑本币汇率升值、增加储备、实施财政和货币政策等宏观手段,最后只有在上述措施不明显,且满足汇率未低估、外汇储备充裕而经济出现过热等前提时,才应考虑采用资本管制措施(参见图 2)。国内研究也表明,资本管制对国际资本流动的作用取决于资本管制对国内产出冲击的影响,当资本管制导致产出冲击过度时,资本管制将不能降低国际资本流动规模(刘莉亚等,2013)。

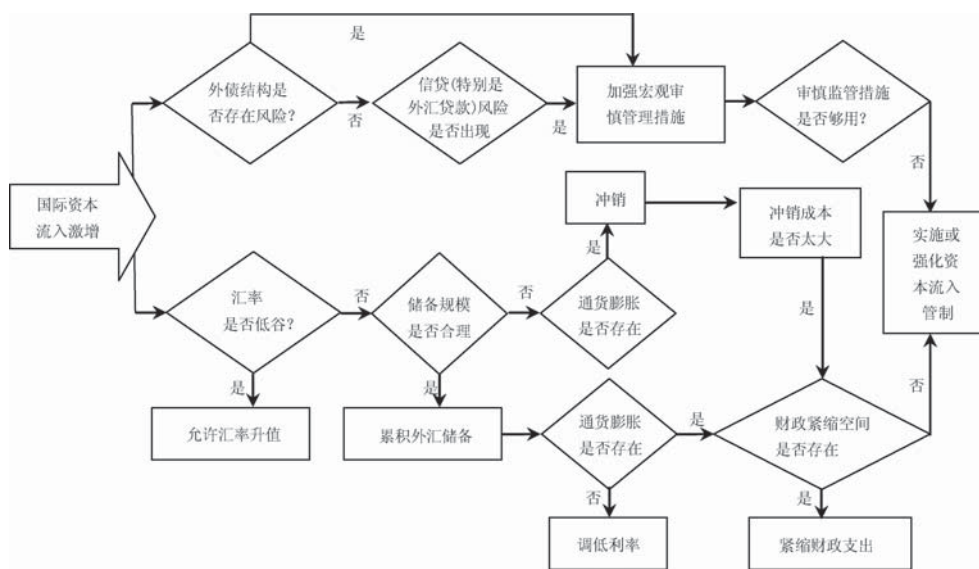


图 2 对国际资本流入的管理

资料来源:Ostry et al.(2010)。

### (三)国际失衡与汇率调整

全球经济和国际收支再平衡必然涉及汇率问题。对此美国等发达国家普遍认为,由于人民币汇率严重低估,发达国家的产品在国际市场中丧失竞争力,而中国出口大量增加,外汇储备大量积

累。相对于贸易盈余国可通过汇率升值以减少贸易盈余的经济学基本观点,美国的实践却是汇率贬值伴随着贸易逆差大规模发生。自从1969年以后美国经常项目出现逆差,全球贸易失衡逐渐恶化,进而在世界经济结构失衡条件下各国经济结构也是失衡的。

从政策选择来看,动态汇率赋予政策制定者使用汇率作为外部冲击吸收器的选择,而稳定的汇率作为货币锚,能稳定物价,并通过减少不确定性降低风险溢价,从而促进投资和国际贸易(Aizenman, Chinn and Ito, 2010)。在标准的资产定价框架下,对数表示的汇率可表示为私人部门对未来经济基本面预期的折现函数。对于汇率变动的评估和预测,Obstfeld, Shambaugh and Taylor (2009)发现全球金融危机前外汇储备相对于基于金融动机的预测持有量之比,是2008年危机期间汇率变动的显著预测指标。这其中,金融动机主要涉及可转换为外币的国内金融负债规模、金融开放程度、从债券市场获得外币能力以及汇率政策等,并且货币量与外汇储备是决定汇率的重要变量。从经济基本面来看,近年来中国经济出现一系列结构性变化(Cheung and Ito, 2009),最显著的变化之一是外汇储备累积。对中国而言,作为未来经济基本面因素,外汇储备多元化和汇率制度转换是影响市场参与者对汇率变化预期的重要驱动因素(Fratzcher and Mehl, 2011)。

人民币汇率是否低估并非全球和美国贸易不平衡的主要原因。否则,中国对其他发达经济体(如德国、日本、韩国和中国台湾)的贸易顺差也应增加,但事实并非如此,中国对这些经济体的贸易出现逆差(林毅夫, 2012)。此外,如果人民币汇率是中国贸易顺差的主要原因,那么在国际市场上与中国相竞争的其他发展中国家的贸易盈余和外汇储备应该会减少,但是事实是发展中国家整体上的外汇储备从2000年不到1万亿美元,急剧增加到2008年的5万多亿美元。正如麦金农所言,汇率和贸易平衡之间的关系与“菲利普斯曲线”的发展过程有些似曾相识,而对于汇率和贸易平衡的谬误观念,也是形成一个更加国际化、更加外向型因而也更稳定的美国货币政策过程中最大的观念障碍(Mckinnon, 2012)。

## 二、衍生问题:美元本位是否可维持与汇率是否“无关紧要”

从机制上讲,国际经济结构之所以形成失衡,是国际货币的问题(吴晓灵和乔依德, 2013),而在主权货币作为国际储备货币的国际货币体系下,无论储备货币国选择(或被动处于)国际收支盈余、赤字还是平衡的政策情形下,都难免金融危机以及全球失衡。

### (一)现行国际货币体系是否国际金融危机的原因

本次国际金融危机由美国房地产泡沫破灭而引发,并在全球范围迅速蔓延,反映出当前国际货币体系的系统性风险和内在缺陷。国际货币体系不平衡是过去30多年间频繁发生的众多金融危机的重要原因之一,其与国际金融危机之间存在根本联系。但是,国外却认为这主要是由于全球经济不平衡下,新兴经济体和发展中国家积累大量外汇储备并用于购买美国国债,进而压低美国利率所引起。对此,国内学者进行了回应。

纵观布雷顿森林体系建立以来的全球经济发展脉络可以清晰看到,美国作为唯一的超级大国,始终居于失衡的逆差一方;而在失衡的顺差一方,不断变化的角色首先是德国和日本,自20世纪70年代以后,先是亚洲“四小龙”,继而亚洲“四小虎”,而后才是中国和石油输出国。因此,如果全球失衡是本次国际金融危机的根源,则最重要的根源在美国(李扬和张晓晶, 2013)。

全球经济不平衡实际上是作为国际储备货币的美元自身所导致的,由于美元是国际储备货币,面对美国政策变化——20世纪80年代开始的放松金融管制政策,允许金融机构高杠杆运作,2001年互联网泡沫破灭,美联储采取了低利率政策刺激经济——所引发的流动性过剩,发展中国

家的中央银行只能将外汇收入用于购买美国的政府公债或其他金融资产,从而造成了发展中国家资金大量外流到美国而压低了美国利率的假象(林毅夫,2012)。

实际上,早在布雷顿森林体系时期,美国开始积累大量贸易逆差就已导致外国中央银行不得不购买可能实际并不想要的美元。以美元标价的金融资产通过美国资本项目顺差的形式流向全球,美国利用美元和汇率政策,通过国际不平衡而获益,即通过美元的汇率调整循环引起价值和财富转移的同时,一定程度上缓解美国持续的经常项目逆差——强势美元下美国贸易逆差不断累积,各国以更高代价逐步积累美元资产,而当各国美元资产积累到一定程度后,美元贬值使这些美元资产价值迅速缩水,减少美国贸易逆差并以较低价格收回美元(夏斌和陈道富,2011)。

诚然,国际金融危机未必是出于储备货币发行当局的故意,但却是制度性缺陷的必然(周小川,2009),国际金融危机的爆发以及全球范围内迅速蔓延,反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险。

## (二)美元“嚣张的特权”是否可维持

在过去70年中,美元在全球范围内一直占据着主导地位。布雷顿森林体系奠定了美元的霸权地位,美元本位下,美国主导国际贸易与国际金融。即使1971年美元与黄金脱钩以后,美元仍享有“嚣张的特权”。美元之所以会成为占主导地位的国际货币,原因在于美元缺少替代品及尚未违约,而美元的命运将最终取决于美国的预算政策(Eichengreen,2011a)。2010年至2013年美国的预算赤字已有所改善,2013年末美国联邦赤字已不到2009和2010年的一半,成为近期美元国际地位稳固回升的重要原因(Frankel,2013)。

回顾1774年至2008年,每十年美元购买力的变化(如图3所示),以1980年为基准1,近年来美元购买力已低于0.4。布雷顿森林体系崩溃后至今,美元相关指标已经偏离美元国际储备稳定条件,美元主导的国际货币体系的前景不容乐观,美元困境预示美元主导的国际货币体系亟待变革(陈建奇,2012)。

进入后美元本位时代,与国际分工和贸易格局相适应,美国与欧元区以及巴西、俄罗斯、印度

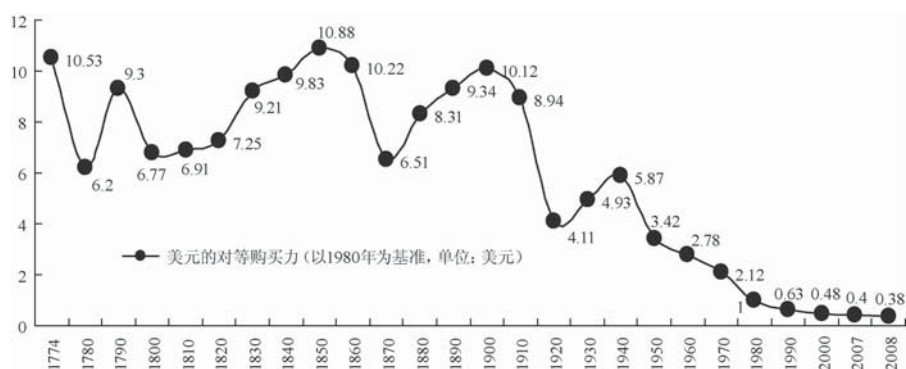


图3 每十年美元购买力的变化

数据来源: <http://www.cnbc.com/id/30308959/?slide=2>。

和中国等金砖国家(BRICs)成为当前左右全球经济格局演化的重要力量。随着重要的贸易国和拥有充裕流动性金融市场的国家越来越多,欧元创立,人民币崛起,美元竞争者的出现以及美国自身债务负担的加剧,美元的垄断地位正在受到侵蚀。虽然从美元的可转换性(美元能够转换成国际性实际资产的能力)来看,基于货币替代模型,尽管美元本位由于国际金融危机受到质疑,但仍然不会出现根本性变革(李天栋等,2010)。但是从长期来看,基于以货币为媒介的国际贸易模型,美元

“嚣张的特权”不可持续,因为这要求美元持续被高估,它会摧毁美元被选为储备货币的根基(张定胜和成文利,2011)。

### (三)美元本位下后危机时代是否“汇率无关紧要”

美元本位下布雷顿森林体系时期,各国都采取固定汇率,但由于美国财政过度扩张并传递到欧洲形成通胀,鉴于汇率浮动可将国内经济与外部干扰相隔离,政府为了追求国内政策的独立性,浮动汇率成为政策选择。这部分解释了布雷顿森林体系解体,国际货币体系为何一下子从“固定汇率”转变为“浮动汇率”。

在浮动汇率美元本位下,伴随美元汇率自身不稳定,国际货币的无体系状态也根本无货币秩序之谈。这是否意味着“汇率无关紧要”(Krugman,1988)——由于世界经济的不完全一体化以及汇率与现实经济之间的隔离,内外均衡冲突条件下实现内部均衡更为重要,汇率既不稳定也不重要,没有必要为了维护汇率稳定而牺牲国内价格稳定?

从某些方面来看,国际货币体系的作用仍在于其是解决通货膨胀问题的联合措施。例如,1973年6月,20国委员会决定抛弃国际货币体系,全部采取浮动汇率,直到解决通货膨胀问题为止。就此而论,国际货币体系的主要功能在于创造一个稳定的国际通货环境,以某种方式将各国货币“锚”住,以防通货膨胀(蒙代尔,2013)。

从政治经济角度来看,国际汇率体系反映的是国际政治经济权力结构。汇率即使不一定是客观价格的真实反映,但的确与国家间的政治经济冲突相关,是大国实现或巩固有利于自身世界政治经济安排的重要工具,反映的是国际政治的权力结构(张宇燕和张静春,2005)。基于两国经济权力的博弈决定了汇率的变动,经济权力越大的国家主体,在汇率变动中越能争取到有利于自身的结果,进而获得更大的国家经济利益(张屹山和孔灵柱,2010)。从国际角度,美国要想获得国际铸币税收入,就需要美元贬值,它既可以是汇率贬值也可以是通胀,从而降低对外在债务同时获得国际铸币税收入。但其界限是尽量避免由于不履行国际义务,不承担国际责任所导致的自身核心货币的不稳定以及所带来的国际货币体系的不稳定。

## 三、内在机理:人民币国际化进程中的汇率动态

伴随人民币国际化不断推进,美元核心地位受到挑战。美元本位和汇率浮动下,美元倾销既无约束又无清偿保障,量化宽松进一步埋下美元贬值和通胀隐患。美元贬值驱动资产重估(dollar devaluation-led revaluation),估值效应导致国家间财富非对称转移,最大限度地保护了美国的利益。中美镜像下,外汇储备大国资产安全受到严重威胁。如何从货币汇率战略层面提升自身货币状态抵消美元的束缚,尽快摆脱美元陷阱,在有效推进人民币国际化进程的同时保证国内金融体系和资产定价体系在长期内免受重大冲击已迫在眉睫。

### (一)货币竞争力对比下人民币国际化进程不可一蹴而就

对于货币状态,从不同国际货币的可转换性(该货币能转换成国际性实际资产的能力)而言,通常会在汇率突变状态下差异显著,李天栋等(2010)对货币替代模型进行修正,得出汇率与货币可转换性之间的函数关系,表明我国国际货币战略的核心并非谋求改变该体系,而是如何参与国际货币体系的治理结构。基于DSGE模型并结合中央银行损失函数估计,Melecky and Melecky (2010)表明稳定通胀与稳定汇率在宏观经济稳定性方面无较大差异。对于新兴经济体而言,由于国内金融体系以及市场分割导致货币政策传导效率低下,通过规范货币传导及汇率传递,汇率渠道非常重要甚至可以替代小国开放经济的货币政策传导(Bhattacharya, Patnaik and Shah, 2011)。

货币的国际作用在贸易计价中主要体现为使用发行国的货币,例如大多数国家在与美国进行贸易时主要使用美元(Goldberg,2009),另一方面,“外围”国家间的贸易中使用媒介货币会对外围国家的政策有效性、福利水平和冲击在国际间的转移产生重要影响(Goldberg and Tille,2009)。对于某一货币是否在外汇市场上广泛交易,可依据交易量、是否存在远期市场、以该货币计值交易的买卖价差等指标进行评估(IMF,2010)。与其庞大的进出口贸易量相比,2009年人民币在外汇市场上的周转量仅为其贸易总量的3倍,远小于美元的270倍(Chen and Cheung,2011),美元市场的流动性也是人民币市场所无法比拟的(Eichengreen,2011b)。鉴于有效推进货币国际化进程的关键在于增加非居民持有本国金融资产比重(Li and Matsui,2009),尽管人民币可能成为主要的国际(或至少是区域)货币开始被提及(Li and Liu,2007),人民币跨境贸易结算和人民币国际化受到关注(Sekine,2010),但未来要想与美元并驾齐驱还有很长的路要走。

对于人民币国际化的经验、影响和路径,国内学者从多方面进行了深入研究。借鉴美元国际化的经验,陈雨露等(2005)估算了人民币的国际化利益。基于Chinn-Frankel模型,李稻葵和刘霖林(2008)模拟了未来人民币在国际货币体系中可能占据的比重,提出采取双轨制(境内实现资本项目可兑换,境外建香港金融中心)、渐进式的人民币国际化步骤。从贸易损失角度,李绍荣和李四光(2010)构建了三经济体贸易模型,对中国和东盟人民币贸易结算进行分析,指出中国和东盟构建货币联盟可以提升东盟地区的整体福利。

基于以人民币贸易结算为突破口的国际化会导致新增美元外汇储备增加的观点,余永定和张明(2011)指出推行本币计价比推行本币结算更为重要,人民币国际化不能简单地理解为在贸易和金融交易中尽可能多使用人民币,而忽视资产与货币的币种结构问题。更关键的是要有人民币计价的金融产品,最终还是制度建设、基础建设和市场建设。只有人民币市场产品丰富,市场流动性达到一定程度,利率市场化取得一定进展,各类人民币产品才会逐渐可以在市场上自由估价,人民币的价值也才可以根据市场因素评估,人民币国际化的基础才会逐步打牢(张光平,2013)。考虑到特里芬难题也意味着人民币的对外输出可能要以国际收支和国内金融结构的重要调整作为代价,人民币国际化的真正目的应该是推进国际货币体系改革,促进国际经济运行秩序稳定,履行中国作为一个发展中大国的国际责任(王国刚,2014)。

## (二)均衡汇率成为汇率失调及政策调整的重要依据

首先,对于均衡汇率的存在意义是有争议的。凯恩斯曾提出均衡汇率的理论雏形,而罗宾逊夫人基于储蓄和投资分析法却认为均衡汇率这个概念没有多大意义。其次,如果存在可供识别的某个特定均衡汇率水平,如何进行衡量?从均衡名义汇率研究来看,国外代表性文献是Obstfeld, Shambaugh and Taylor(2010)在外汇市场供求均衡条件下求解均衡汇率,并纳入外汇储备与广义货币量之比作为汇率变动的显著预测指标。从均衡实际汇率研究来看,Cenedese and Stolper(2012)将汇率的合理价值(currency fair value)评估方法类型概括为:(1)调整后的PPP(巴拉萨-萨缪尔森效应或Penn效应);(2)行为均衡汇率模型(标准的行为均衡汇率BEER、持久均衡汇率PEER、均衡实际汇率ERER、高盛动态平衡汇率GSDEER);(3)潜在均衡分析法(基本均衡汇率FEER、宏观经济平衡方法MB);(4)外部可持续法(ES);(5)自然均衡实际汇率法(NATREX);(6)间接公允价值法(IFV)。其中,对于私人部门的模型应用,高盛公司(Goldman Sachs)的GSDEER模型较具代表性,其最新版本主要是基于Penn效应并进行截面数据回归及残差平稳性检验。

对于人民币均衡汇率分析,国外研究主要探讨的是中长期概念,并且关注的是剔除了价格因素之后的实际汇率。值得注意的是,既有均衡汇率理论研究的出发点是论证与经济结构相协调的汇率水平,其标准常规测算方法大多以经济结构稳定为前提,这与我国经济转型的现实国情不尽

吻合,其因适用的变量、数据和方法不同,所得到的均衡汇率水平也存在较大差距。对此,Cheung, Chinn and Fujii(2010)针对国外所采用的主要理论框架——相对购买力平价理论、Penn 效应、生产率方法、行为均衡汇率模型(BEER)、基本均衡汇率方法(FEER)及宏观经济平衡方法(MB)等,指出这些基于实际汇率的估计结果在人民币被低估 49%到被高估 36%范围内较为分散,这表明在不同情况下如何构建正确的汇率模型尚未达成共识。一方面,均衡汇率模型应用的争议性也增大了其结论适用于政策考量的难度;另一方面,在中短期对于均衡汇率的分析应用提出了进一步结合政策与预期因素进行拓展的诉求。

从政策层面来看,国外将均衡汇率与金融稳定和货币政策相联系的研究并不多见,更多是将汇率置于政策目标函数之中,如以包含汇率的泰勒规则形式进行分析。Garcia, Restrepo and Roger(2011)指出对于金融脆弱的新兴经济体,将汇率纳入政策反应函数具有一定意义。Ostry, Ghosh and Chamon(2012)从“双目标”(通胀和汇率)以及“双工具”(政策利率和外汇市场干预)角度对新兴市场经济体的货币政策和汇率政策进行分析。在国内,对于人民币名义汇率升值,姜波克等(2011)根据名义汇率变动的比价属性和杠杆属性,建立了反映相对价格关系的人民币均衡汇率 P-e 平面,并指出价格水平 P 和汇率水平 e 的配合,实际上意味着一系列政策工具的配合。

从汇率预期层面来看,Chen and Tsang(2013)通过反映预期和风险溢价的收益曲线因素将货币基本面因素和政策相联系,能比随机游走更好地解释汇率波动。在国内,金雪军和陈雪(2011)指出被动紧缩型政策会促使人民币汇率的风险溢价进入高波动状态,资产持有者会要求更高的风险补偿,这会进一步强化人民币的升值预期。金中夏和陈浩(2012)采用本外币利差减去远期升贴水率的方式,构建了人民币即期汇率升值压力指标,以此从动态视角分析,指出利率平价所内涵的均衡机制在我国也发生作用,主要体现为外汇储备累积速度的变化,而非以汇率自由浮动实现平价的形式所体现。

### (三)货币国际化进程中金融开放与人民币汇率备受关注

全球经济和国际收支再平衡必然涉及汇率问题,人民币汇率升值将带动亚洲生产链其他国家的货币升值(IMF, 2011),并且人民币主导比日元或美元下的东亚货币区能产生更高的福利收益(Shirono, 2009)。对于人民币国际化进程中的汇率分析,短期内货币国际化将使汇率超调程度降低,长期内货币国际化面临升值趋势(徐奇渊和刘力臻, 2009)。

对于人民币的币值压力,只要存在不平衡,市场力量一定会调整,调整的选择一是涨价,二是人民币升值,汇率在市场经济体中通常是快变量,能对不平衡快速调整(易纲, 2007)。从实际因素考虑,杨长江和皇甫秉超(2010)发现 2015 年开始中国人口红利逐步消失,意味生产率增长与资本密集度的减缓,人民币实际汇率的升值趋势将中止,在经过震荡可能会在 2027 年后出现逆转。

对于人民币汇率动态路径,“升值强国论”认为一国经济真正强大是在汇率升值过程中实现的,应使人民币币值经常低估,当劳动生产率及其他重要宏观经济变量指标变化累积到一定程度时,进行一次性货币升值(姜波克, 2006)。在中国的产出的汇率预期弹性大于资本可流动环境中产出的利率弹性条件下,动态优化方法求解得政府主导型升值最优路径是“先贬后升”而非单一的升值路线(金雪军和王义中, 2006)。在由国内产品市场、货币市场、资本市场和货币当局政策反应函数构成的中国开放经济宏观模型分析中,卜永祥(2009)指出均衡汇率移动的时间路径为  $e_t = (e_0 - \bar{e})(0.9452)^t + \bar{e}$ ,人民币对美元走向自由浮动的均衡水平大致需要 25 年左右的时间。

当前人民币汇率改革的主要问题,是汇改目标没有细化到具体指标,缺乏一套按照目标行事的、透明的人民币汇率管理规则,进一步改革方向是将目标具体为几个中间目标,如经常项目余



额/GDP 占比目标(以反映外部平衡目标)、外汇占款目标(以反映内部平衡目标)、有效汇率目标(以反映稳定进出口目标),具体操作中对每个目标赋予相应权重,并按照透明的规则实施人民币汇率浮动(张斌,2011)。

对于人民币国际化与人民币汇率改革之间所存在的排序问题,其实质是如何在资本项目加快开放与人民币汇率改革之间排序。一种观点主张加快推进资本项目可兑换,不需要等待利率市场化、汇率形成机制改革或者人民币国际化条件完全成熟,并且利率市场化、汇率形成机制改革、人民币国际化与资本项目可兑换是循序渐进、协调配合、相互促进的,具体的改革开放措施是成熟一项,推进一项(中国人民银行调查统计司课题组,2012)。另一种观点则认为,人民币国际化应慎行,中国金融改革应先内后外(余永定和张明,2012;林毅夫,2013;魏尚进,2013)。

中国对外金融战略可分为两大步骤:近期调整重点在对外资产方,主要涉及人民币汇率形成机制改革、外汇储备管理体系改革、资本流出管理改革和推进对外直接投资;第二步更多涉及负债方,主要是人民币国际化和资本流入管理(张斌,2011)。人民币国际化当中金融“走出去”是关键,应注意防范可能发生的信用危机,开放过程要循序渐进、加强监督管理、精心设计、巧妙控制,保留对资本管制的空间,同时做好相应的预案,避免突发的大规模资本外流带来的风险(李稻葵,2013)。

#### 四、总结:国际金融网络不对称下重新审视国际调节与汇率定价

世界经济的快速发展增加了国际流动性的需求,但是美国财政能力相对于全球经济的增长而相对下降。在一个增长的世界中,美国将不可避免失去其储备货币垄断权。因此,这意味着多元核心货币将成为必然。世界银行 2011 年报告给出了到 2025 年国际货币体系的三种变化情景:一是美元仍占统治地位,二是国际货币体系多元化,三是 SDR 成为主要的全球货币。其结论是,第二种情景最有可能。就人民币汇率来看,从中短期考虑,人民币对美元汇率自 2005 年汇改以来大幅升值已超过 30%,伴随 2011 年中国国际收支经常项目与 GDP 之比已降至 2.8%,近年来人民币汇率正逐步趋于合理均衡水平。从长期而言,人民币对美元汇率取决于中美两国劳动生产率变化和货币政策松紧程度,目前及未来可预见时间内人民币汇率非常接近均衡汇率。

就目前而言,哪种储备货币会与美元竞争?从经济规模来看,欧元和人民币是最佳的可能选择。多级的国际货币体系将对整个世界产生影响,值得期待的是伴随跨境业务中的交易成本降低,实体经济与货币经济之间的平衡恢复,关键货币国家的政策制定受到更大约束,以及国际货币金融体系系统性风险的减少。诚然以黄金为基础的单一储备货币体系和多元储备货币制度下都存在不稳定问题,但是,储备货币多元化将是未来国际储备货币体系改革最可能的发展方向。

储备货币多元化为市场主体提供了更多选择,可在不同储备货币间形成竞争和制衡。通过增加不同储备资产之间的替代程度,既增加了国际储备资产的供给,减轻了传统储备货币发行国的压力,也引入了约束储备货币发行国的市场选择机制。从这一角度而言,加快多元储备货币体系的转轨是值得期待的。但是,多元储备货币和浮动汇率也加大了非储备货币国的汇率风险,各个储备货币之间的汇率变动会增加该体系的使用成本,如果中央银行和民间机构通过改变其持有的外币资产结构来应对汇率的变动,那么这种行为本身就是助长汇率不稳定性的行为。因此,建立在多元核心货币基础上的国际货币体系稳定机制是有条件的,即需要为相对稳定的汇率创造必要的条件。

国际资本流动频繁条件下,内外均衡的可维持越发困难,汇率转向浮动(或货币联盟)成为调和自由与稳定的重要途径,而国际货币安排的网络外部性又成为一国货币政策自主性的重要制

约。国际货币体系在多大程度上是“自发(自我调节的)体系”,又在多大程度上是有管理的体系?这是很难回答的一个问题。从金融危机产生来看,历史上导致银行危机的一些破坏性信贷繁荣发生在顺差国,金融危机的真正根源并不是“超额储蓄”,而在于国际货币体系“超弹性”,即现有货币金融框架并没有能够限制不可持续的信贷和资产价格繁荣所潜含的金融失衡的累积。长期以来全球金融网络表现出显著的不对称性(美、英、法、德等少数发达国家之间的双边外部金融存量占 GDP 的比例超过 20%,参见图 4)。面对这一“既强健又脆弱”的系统,开放经济中的国际调节日益重要。

值得注意的是,在浮动汇率美元本位下,美元汇率自身并不稳定,国际货币无体系状态根本无货币秩序之谈,更不用说相对于全球贸易不平衡静态调整而言的国际货币体系不可持续的动态特征。尽管美国次贷危机引发全球金融海啸,但在国际货币层面仍然没有引起足够重视和切实行动。回顾 2005~2008 年期间国际贸易不平衡和中美贸易不平衡,伴随人民币兑美元汇率升值 20%,不但没有降低反而继续扩大。中美的经济实践均没有对汇率和贸易平衡做出验证,这是否意味着存在某些汇率理论的误区(王国刚, 2010),抑或说汇率只是影响国际贸易的一个因素,而非唯一因素,更不是根本机制。

由于经济基本面在不断变化,作为实现内部均衡和外部平衡及其相互协调发展的核心变量,汇率的特殊之处在于其既是当下资源约束以及经济增长方式运行转变进程中的状态变量,又是进入下一个时期开放经济宏观经济运行的控制变量。采用标准的经济变量难以捕捉结构变化的本质,人民币与国际货币(特别是与美元)之间的相互较量在综合角度下是内在价值底线的动态博弈,在人民币国际化过程中进行运筹帷幄要比经济学的博弈过程复杂得多,这是因为其中还将参杂很多的政治因素,但目前囊括制度性因素及其变迁的模型相对较少,因此在模型构建和计算方法的处理上需要进一步改进。

近年来国内外学者在均衡汇率及相关问题研究方面取得了重要进展,但其中仍不免存有许多疑问与争议。从研究对象来看,汇率问题从中短期和表象上看是个货币问题,从中长期和本质上看是个效率问题;名义汇率问题更主要的是货币问题,而实际汇率问题更主要的是效率问题。目前关于均衡汇率的测算,购买力平价、换汇成本和可计算均衡汇率等都有一套复杂模型,但大都没有能够给出一个明确具体的均衡数值,并且在外汇市场上是不成立的。从理论上讲,我们能够寻找到充分体现市场均衡的人民币汇率水平,但是,这是以具有充分的外汇供给与需求的市场条件为假设前提的。显然,实践中还存在着国内经济状况与均衡汇率理论的基本假设不符,与均衡汇率的概念发生抵触的问题。从国家对外资产负债表分析来看,对于当前针对中国均衡汇率水平以及持有美国国债资产的争议以及人民币与美元之间的汇率波动究竟会对我国外部头寸产生怎样的影响,应考虑“估值效应”的作用(吴信如和潘英丽, 2011)。

以史为鉴,英镑、美元国际化的成功都借助各自与白银、黄金之间兑换率的稳定机制;在德国

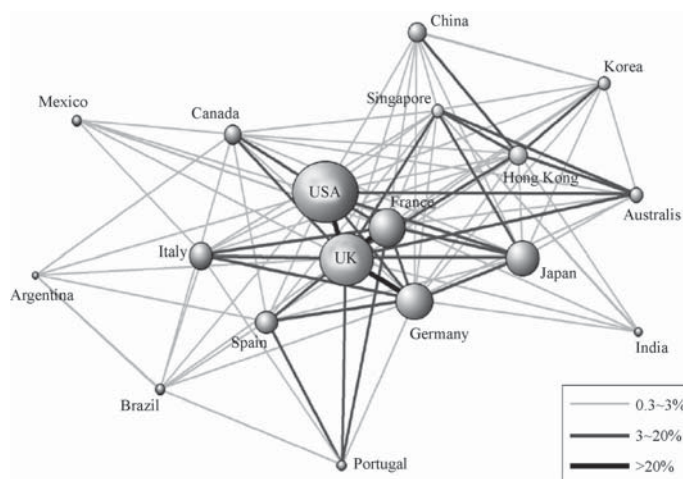


图 4 国际金融网络 (2005 年)

注:线条颜色深度代表双边外部金融存量占 GDP 的比例。

资料来源:Kubelec and Sá(2010)。

的浮动汇率背景下,流通渠道合理透明,马克稳定,国际地位不断上升;日本的经济保护体制根深蒂固,日元升值难以适应,国际化并不成功。在警惕重蹈当年广场协议覆辙,人民币“升值恐惧”占优的同时,不应忽略的是,对于经济赶超派生的汇率升值(巴拉萨-萨缪尔森效应)和“中等收入陷阱”问题,最终挣脱“中等收入陷阱”而跻身“高收入经济”之列的正是快速升值的后发型经济体(日本、韩国和中国台湾),而非依赖出口导向并因此具有“升值恐惧”的拉美国家。伴随人民币大规模跨境使用,必然会要求资本项目可兑换,而要推动货币可兑换,不论是自由浮动汇率制还是有管理浮动汇率制,其汇率均要反映并接近均衡值。从中长期来看,人民币国际化进程中的汇率升值将是大势所趋,如何从内涵本质上促进效率提升日益紧迫。

#### 参考文献

- 卜永祥(2009):《中国外汇市场压力和官方干预的测度》,《金融研究》,第1期。
- 陈建奇(2012):《破解“特里芬”难题——主权信用货币充当国际储备的稳定性》,《经济研究》,第4期。
- 陈蓉、郑振龙(2009):《结构突变、推定预期与风险溢酬:美元/人民币远期汇率定价偏差的信息含量》,《世界经济》,第6期。
- 陈雨露、王芳、杨明(2005):《作为国家竞争战略的货币国际化:美元的经验证据——兼论人民币国际化问题》,《经济研究》,第2期。
- 丁志杰、郭凯、闫瑞明(2009):《非均衡条件下人民币汇率预期性质研究》,《金融研究》,第12期。
- 姜波克(2006):《均衡汇率理论和政策的新框架》,《中国社会科学》,第1期。
- 姜波克等(2011):《人民币均衡汇率问题研究——中国经济增长的汇率条件:理论、方法、技术、指标》,经济科学出版社。
- 金雪军、陈雪(2011):《人民币汇率风险溢价波动的状态转换研究》,《浙江大学学报(人文社会科学版)》,第9期。
- 金雪军、王义中(2006):《人民币汇率升值的路径选择》,《金融研究》,第11期。
- 金中夏、陈浩(2012):《利率平价理论在中国的实现形式》,《金融研究》,第7期。
- 李波、邢毓静、郑红(2012):《国际汇率监督:规则的嬗变》,中国金融出版社。
- 李稻葵(2013):《人民币国际化道路研究》,科学出版社。
- 李稻葵、刘霖林(2008):《人民币国际化:计量研究及政策分析》,《金融研究》,第11期。
- 李绍荣、李四光(2010):《中国和东盟人民币贸易结算的经济学分析》,《经济研究》,第2期。
- 李天栋、张卫平、薛斐(2010):《国际美元本位制能继续维系吗?》,《统计研究》,第8期。
- 李扬、张晓晶(2013):《失衡与再平衡——塑造全球治理新框架》,中国社会科学出版社。
- 林毅夫(2012):《从西潮到东风》,中信出版社。
- 林毅夫(2013):《我为什么不支持资本账户开放》,《21世纪经济报道》,8月5日。
- 刘莉亚、程天笑、关益众、杨金强(2013):《资本管制能够影响国际资本流动吗?》,《经济研究》,第5期。
- 蒙代尔(2013):《蒙代尔经济学文集》,向松祚译,中国金融出版社。
- 王国刚(2010):《走出“全球经济再平衡”的误区》,《财贸经济》,第10期。
- 王国刚(2014):《人民币国际化的冷思考》,《国际金融研究》,第4期。
- 王曦、才国伟(2007):《人民币合意升值幅度的一种算法》,《经济研究》,第5期。
- 魏尚进(2013):《中国金融改革顺序》,《资本市场》,第9期。
- 吴晓灵、乔依德(2013):《国际货币体系改革:过去、现在和未来》,上海远东出版社。
- 吴信如、潘英丽(2011):《美元汇率与美国国际投资头寸》,《华东师范大学学报(哲学社会科学版)》,第6期。
- 夏斌、陈道富(2011):《中国金融战略:2020》,人民出版社。
- 徐奇渊、刘力臻(2009):《人民币国际化进程中的汇率变化研究》,中国金融出版社。
- 杨长江、皇甫秉超(2010):《人民币实际汇率和人口年龄结构》,《金融研究》,第2期。
- 易纲(2007):《对当前经济金融形势的分析和政策建议》,《新金融》,第11期。
- 余永定、张明(2012):《资本管制和资本项目自由化的国际新动向》,《国际经济评论》,第5期。
- 元惠萍(2011):《国际货币地位的影响因素分析》,《数量经济技术经济研究》,第2期。
- 张斌(2011):《中国对外金融的政策排序——基于国家对外资产负债表的分析》,《国际经济评论》,第2期。
- 张定胜、成文利(2011):《“嚣张的特权”之理论阐述》,《经济研究》,第9期。

- 张光平(2013):《产品创新助力金融创新》,《金融市场研究》,第1期。
- 张屹山、孔灵柱(2010):《基于权力范式的汇率决定研究》,《经济研究》,第3期。
- 张宇燕、张静春(2005):《汇率的政治经济学:基于中美关于人民币汇率争论的研究》,《当代亚太》,第9期。
- 中国人民银行调查统计司课题组(2012):《协调推进利率汇率改革和资本账户开放》,《中国证券报》,5月22日。
- 周小川(2009):《关于改革国际货币体系的思考》,中国人民银行官网。
- Aizenman, J., M. Chinn and H. Ito (2010): "Trilemma Configurations in Asia in an Era of Financial Globalization", In Y. Cheung and G. Ma (eds.), *Asia and China in the Global Economy*.
- Ball, L. and N. Sheridan (2005): "Does Inflation Targeting Matter?" In B. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press.
- Bhattacharya, R., I. Patnaik and A. Shah (2011): "Monetary Policy Transmission in an Emerging Market Setting", Working Paper 2011-78, NIPFP-DEA Research Program on Capital Flows and their Consequences, National Institute of Public Finance and Policy, New Delhi.
- Borio, C. and P. Disyatat (2011): "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?", *BIS Working Papers*, No. 346.
- Caballero, R. and E. Farhi (2013): "A Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy," NBER Working Papers, No.18737.
- Cenedese, G. and T. Stolper, (2012): "Currency Fair Value Models", in J. James, I. Marsh, and L. Sarno (eds): *Handbook of Exchange Rates*, John Wiley & Sons, Inc.
- Chen, X. and Y. Cheung (2011): "Renminbi Going Global", *China and the World Economy*, 19, 1-18.
- Chen, Y. and K. Tsang (2013): "What does the Yield Curve Tell Us about Exchange Rate Predictability?", *Review of Economics and Statistics*, 95, 185-205.
- Cheung, Y., M. Chinn and E. Fujii (2010): "Measuring Renminbi Misalignment: Where Do We Stand?", *Korea and the World Economy*, 11, 263-296.
- Cheung, Y. and H. Ito (2009): "Cross-Sectional Analysis on the Determinants of International Reserves Accumulation", *International Economic Journal*, 23, 447-481.
- Eichengreen, B. (2011a): "Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System", *Oxford University Press*.
- Eichengreen, B. (2011b): "The Renminbi as an International Currency", *Journal of Policy Modeling*, 33, 723-730.
- Farhi, E. and I. Werning (2013): "Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows", Working Paper 133566, Harvard University.
- Frankel, J. (2010): "What's Hot and What's Not in Global Money", State Street Institute, Oct.
- Frankel, J. and A. Rose (1996): "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, 41, 351-366.
- Fratzscher, M. and A. Mehl (2011): "China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System", *European Central Bank Working Paper Series*, No.1392.
- Garcia, C., J. Restrepo and S. Roger (2011): "How Much Should Inflation Targeters Care About the Exchange Rate?", *Journal of International Money and Finance*, 30, 1590-1617.
- Goldberg, L. (2009): "Currency Invoicing of International Trade", In J. Pisani-Ferry and A. Posen (eds.): *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Peterson Institute for International Economics.
- Goldberg, L. and C. Tille (2009): "Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar", *Journal of Monetary Economics*, 56, 990-1003.
- IMF (2010): "Review of the Method of Valuation of the SDR", October 26.
- IMF (2011): "People's Republic of China: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation", Country Report, No. 11/193.
- Krugman, P. (1988): *Exchange-Rate Instability (Lionel Robbins Lectures)*, Cambridge: MIT Press.
- Kubelec, C. and F. Sá (2010): "The Geographical Composition of National External Balance Sheets: 1980-2005", *Bank of England Working Paper*, No. 384.
- Li, D. and L. Liu (2007): "RMB Internationalization: An Empirical Analysis," Presentation at Hong Kong Institute for Monetary

Research Conference: Currency Internationalization: International Experiences and Implications for the Renminbi, 15–16 October, Hong Kong.

Li, Y. and A. Matsui (2009): “A Theory of International Currency: Competition and Discipline”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 23, 407–426.

Mckinnon, R. (2012): *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*, Oxford University Press.

Melecky, A. and M. Melecky (2010): “From Inflation to Exchange Rate Targeting: Estimating the Stabilization Effects for a Small Open Economy”, *Economic Systems*, 34, 450–468.

Obstfeld, M. (2012): “Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances”, *Journal of International Money and Finance*, 31, 469–480.

Obstfeld, M., J. Shambaugh and A. Taylor (2009): “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”, *American Economic Review*, 99, 480–486.

Obstfeld, M., J. Shambaugh and A. Taylor (2010): “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 57–94.

Ostry, J., A. Ghosh and M. Chamon (2012): “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/01.

Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi and D. Reinhart (2010): “Capital Inflows: The Role of Controls”, *IMF Staff Position Note*, 10/04.

Papaioannou, E., R. Portes and G. Siourounis (2006): “Optimal Currency Shares in International Reserves: the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 20, 508–547.

Pontines, V. and R. Siregar (2012): “Exchange Rate Asymmetry and Flexible Exchange Rates under Inflation Targeting Regimes: Evidence from Four East and Southeast Asian Countries”, *Review of International Economics*, 20, 893–908.

Qureshi, M., J. Ostry, A. Ghosh and M. Chamon (2011): “Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies”, *NBER Working Papers*, No. 17363.

Radelet, S. and J. Sachs (1998): “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activities*, 1, 1–74.

Rodrik, D. and A. Velasco (1999): “Short-term Capital Flows”, Annual Bank Conference on Economic Development, Washington: World Bank.

Rose, A. A Stable International Monetary System Emerges (2007): “Inflation Targeting is Bretton woods, Reversed”, *Journal of International Money and Finance*, 26, 663–681.

Sekine, E. (2010): “Yuan-Denominated Trade Settlement and the Internationalization of China’s Currency”, *Nomura Journal of Capital Markets*, 2, 1–17.

Shirono, K. (2009) “Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia”, IMF Working Paper, WP/09/3.

Yeh, K. (2012): “Renminbi in the Future International Monetary System”, *International Review of Economics and Finance*, 21, 106–114.

(责任编辑:程 炼)